



**Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Latin American Committee on Macroeconomic and Financial Issues
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

Declaração no. 38

Buenos Aires, 14 de Dezembro de 2017

Caminhando para a Presidência Argentina no G20: Quais desafios macroeconomicos a Região enfrenta e quais são as implicações para o Debate?

1. Introdução

Em seguida ao esfriamento da economia Chinesa e da forte queda nos preços das *commodities*, o desempenho macroeconomico da América Latina piorou substancialmente com relação à bonança que ocorreu entre 2003 e 2012. Isto aconteceu a despeito das favoráveis condições financeiras externas caracterizadas por uma significativa e ampla liquidez nos mercados internacionais de capital e por uma forte recuperação econômica nas economias avançadas.

Nesse contexto, a América Latina exibiu taxas de crescimento bem reduzidas. Muito embora se espere uma incipiente recuperação do crescimento, o desemprego regional continua aumentando. A economia brasileira, embora mostre uma moderada recuperação desde a profunda recessão experimentada entre 2015 e 2016, continua a mostrar importantes sinais de fragilidade. A Colombia, o México e o Peru também experimentaram taxas de crescimento relativamente baixas, e o Chile, tradicionalmente um país muito dinâmico, reduziu seu crescimento para 1.4% em 2017. Após muitos anos de estagnação, e como resultado das mudanças no governo, a economia da Argentina começa a mostrar sinais promissores de melhoria,

A baixa taxa de poupança se constitui numa debilidade duradoura da região. Mesmo no atual período de historicamente favoráveis termos de intercâmbio, a região está experimentando deficits gêmeos (isto é, deficits em conta corrente e fiscal). Isso limita a capacidade de se aproveitar da janela de oportunidade, oferecida pela alta liquidez internacional para o financiamento, em termos favoráveis, para projetos de investimento de longo prazo, especialmente em infraestrutura.

2. Os desafios macroeconômicos enfrentados pela América Latina

O Comitê acredita que no contexto atual existem fatores externos e domésticos de risco que requerem a atenção daqueles responsáveis pela política econômica em economias emergentes e na região em particular. É importante assinalar que em anos recentes as baixas taxas de juros internacionais, como resultado de políticas expansivas em economias avançadas, podem ter estimulado uma subestimativa dos riscos existentes nos mercados de capitais.

Em particular, a emissão de dívida em mercados emergentes, tanto pelo setor público quanto pelo setor privado, tem aumentado de forma significativa. A emissão de dívida nos mercados emergentes no ano 2016 alcançou 870 bilhões de dólares, assinalando um aumento exponencial com respeito aos 350 bilhões de dólares emitidos em 2015. O mesmo fenômeno se observou na América Latina, onde a emissão da dívida aumentou de 100 bilhões de dólares em 2015 para 200 bilhões de dólares anuais em meados de 2017.

Algumas das recentes emissões de dívida são sugestivas de um mercado de capitais com alta tolerância ao risco. Os países emergentes com fundamentos econômicos muito diversos, com diferentes perspectivas e condições, e em alguns casos com baixa qualificação creditícia, estão mostrando notável sucesso nas suas emissões internacionais de títulos. Por exemplo: a Costa do Marfim vendeu *bonds* nos mercados internacionais durante um motim militar, a Ucrânia vendeu seu primeiro *bond* desde a anexação da Criméia com uma demanda que foi três vezes maior que a oferta, a Nigéria emitiu um *bond* com uma longa duração em termos da sua história, e o Iraque emitiu um *bond* cuja demanda foi seis vezes maior que o oferecido.

A possível explicação para a rápida expansão de emissões de dívida nas economias emergentes é que, dado a expectativa de uma normalização da política monetária nos Estados Unidos e na Zona do Euro, vários países estão tentando assegurar condições favoráveis para seus financiamentos e dessa maneira estão pre-financiando parte das suas futuras necessidades. Isto, por exemplo, pode ser o caso em países cujos estoques de reservas internacionais aumentaram.

Contudo, um sintoma preocupante é que o rápido crescimento das emissões da dívida pública e privada ocorreu simultaneamente com uma desaceleração econômica em vários países emergentes, o que poderá manter o crescimento num persistente baixo nível.

Ao nível global, a persistência de taxa de juros negativas em termos reais (e em alguns casos inclusive em termos nominais) nas economias avançadas alimentou um forte crescimento no valor dos índices globais de ações. Outra dimensão do baixo custo de financiamento é a nova onda de alavancagem em economias avançadas, que inclusive motivou expressões de preocupação pelo Bank of International Settlements (BIS) assim como por outros bancos centrais. Esse tipo de fenômeno ocorreu nos anos que antecederam a crise nos mercados imobiliários, em que o baixo custo de endividamento impulsionou um aumento fictício nos preços das propriedades. Nesse contexto, mesmo o rápido crescimento no valor do Bitcoin não parece ser estranho à esse fenômeno.

Esses desenvolvimentos nos mercados de capitais internacionais sugerem que os efeitos da normalização das políticas monetárias nos Estados Unidos e na União Europeia, os quais serão acompanhados por um aumento nas taxas de juros internacionais, podem ser subestimados pelos mercados financeiros e por aqueles responsáveis pelas políticas econômicas.

Os eventos de volatilidade e disrupção nos mercados de capitais podem também ocorrer devido a outros fatores externos. Primeiro, embora os riscos de um significativo aumento do protecionismo de mercado no comércio exterior tenham se reduzido, os Estados Unidos continuam a gerar riscos potenciais para as economias emergentes. Em particular, a reforma tributária, atualmente sob consideração pelo Congresso, sugere que os Estados Unidos podem estar se direcionando para uma composição de política fiscal expansiva combinada com uma política monetária mais contracionista. Essa combinação de políticas, no passado, esteve associada com taxas de juros mais elevadas e um dólar fortalecido.

Ademais, uma significativa redução no imposto de lucros das empresas nos Estados Unidos pode estimular um redirecionamento de importantes fluxos de capital para esse país, contribuindo ainda mais para a apreciação do dólar. O Comitê acredita que esse fenômeno pode afetar adversamente os preços das commodities.

Muito embora tenha diminuído o risco de um aumento no protecionismo, não se pode ignorar o potencial de complicações nas negociações para reformar o NAFTA. Este risco, que afeta diretamente o México, e indiretamente afeta a região, pode se tornar mais real caso os desenvolvimentos na política Mexicana possam mudar a atual orientação das políticas econômicas nesse país.

O Comitê também acredita que a economia Chinesa seguirá influenciando de maneira importante o cenário externo enfrentado pela região. Por um lado, existem sinais claros que a China está entrando num período de persistente desaceleração do seu crescimento econômico. Por outro lado, os setores financeiros desse país também estão submetidos a um processo de transformação que levou à uma desalavancagem doméstica e à uma redução dos seus fluxos de capital para o exterior. Tal como os fatores de risco previamente descritos, esses desenvolvimentos podem afetar adversamente os preços das commodities e os termos de intercâmbio de várias economias na América Latina e na África.

No contexto desses fatores externos de risco, o Comitê acredita que existam fatores que fazem a região mais resiliente do que no passado. Em particular, a maior flexibilidade da taxa de câmbio ajuda a mitigar os efeitos de uma apreciação do dólar nos mercados internacionais, embora não elimine os riscos associados com uma dívida dolarizada. O Comitê acredita que a posição de reservas internacionais da região está significativamente mais forte do que no passado e que oferece um significativo fator de mitigação para os riscos descritos. O Comitê também ressalta que a região aumentou a composição dos seus influxos de capital atribuindo maior peso para o investimento direto estrangeiro em relação à dívida, embora essa tendência começou a reverter nos anos mais recentes.

Ainda assim, o Comitê acredita que o principal risco doméstico na América Latina é sem dúvida o aumento na deterioração fiscal experimentado por um número significativo de países, particularmente na América do Sul, onde o déficit fiscal mediano como porcentagem do PIB aumentou por adicionais 5 pontos percentuais entre 2011 e 2017. O déficit fiscal excede 6% do PIB na Argentina, Brasil, e Equador, e está numa faixa de 3% a 4% do PIB no Chile, Colômbia, e Uruguai. México e Peru se destacam devido às suas relativamente mais sólidas posições fiscais.

Devido a deterioração da posição fiscal, os níveis da dívida pública também aumentaram e alcançaram níveis potencialmente alarmantes. Mesmo na presença de baixas taxas de juros no mercado internacional, a proporção da dívida pública bruta no PIB excede 60% na América Latina como um todo. A proporção da dívida pública no PIB excede 80% no Brasil, 60% no Uruguai, e está ao redor de 50% na Argentina, Colômbia e México. Ademais, uma parcela significativa da dívida pública foi contraída com taxas variáveis de juros, pela qual um aumento nas taxas internacionais de juros causaria um impacto fiscal adverso e imediato. A Venezuela já iniciou uma parcial suspensão de pagamentos.

Em alguns países da região, a fragilidade fiscal também coexiste com um aumento substancial do endividamento do setor privado. Isso pode gerar fortes contingenciamentos sobre o setor público, particularmente nos casos em que existam elevados níveis de dolarização e de dívida privada de curto prazo,

O Comitê ressalta que a experiência histórica mostra que os níveis sustentáveis de dívida nos países emergentes são muito menores do que aqueles que se aplicam às economias avançadas. Nesse sentido, o Comitê acredita que é um erro fazer-se uma simples comparação entre os níveis da dívida pública atualmente experimentados pelas economias emergentes com aqueles verificados nas economias avançadas. Em situações de alta volatilidade e na ausência da capacidade de emitir moedas de reserva, a literatura mostra que as economias emergentes podem enfrentar dificuldades financeiras à níveis de dívida externa pública e privada tão baixas quanto 40% do PIB, que é a situação em que a região se encontra atualmente. Na opinião do Comitê, este nível de endividamento não pode ser justificado como sendo um resultado natural de uma política contracíclica, já que a região está possivelmente atravessando uma transição para um nível de crescimento potencial mais baixo.

3. Implicações para o debate do G20

A região atualmente enfrenta dois grandes desafios. O primeiro é que existem riscos sistêmicos para sua estabilidade macroeconômica, e o segundo é que as taxas de crescimento são insatisfatórias. Isto tem implicações importantes para as duas áreas centrais na agenda do G20.

Por um lado, é necessário desenvolver instrumentos e mecanismos efetivos para que a comunidade internacional possa responder adequadamente às potenciais situações de instabilidade financeira internacional. Por outro lado, dado a significativa necessidade que a América Latina tem de aumentar seus investimentos em projetos de infraestrutura, é prioritário que se desenvolvam novos instrumentos de financiamento

para esse tipo de projetos e que se fortaleça e modernize o papel dos bancos multilaterais de desenvolvimento.

Reformas para a arquitetura financeira internacional

O Comitê acredita que a recuperação da economia global após a última crise financeira oferece um momento propício para repensar os mecanismos de resposta da comunidade oficial internacional ante as novas situações potenciais de volatilidade nos mercados internacionais de capitais. Isto é particularmente importante para casos em que alguma disrupção financeira sistêmica afete diretamente os mercados emergentes. Nesse sentido, a experiência sobre a resposta para as crises sistêmicas está evoluindo, desde os 1990's até a crise financeira global mais recente. Os instrumentos de resposta evoluíram desde empréstimos condicionais, passando para a provisão de liquidez, e para situações de reestruturação de passivos. O Comitê acredita que os mecanismos de resposta para crises sistêmicas necessitam ser explicitados e elaborados com maior detalhe. É particularmente importante que se desenvolvam princípios claros de resposta para limitar situações de contágio.

Nesse contexto, o Comitê acredita que os instrumentos à disposição do FMI são insuficientes e requerem ser reformulados, em particular a Linha de Crédito Flexível (LCF), ou *Flexible Credit Line (FCL)*. A LCF do FMI é um instrumento de provisão de liquidez, barato e sem condicionalidades, da qual um número importante de países emergentes, em geral, e da América Latina em particular—aqueles com sólidos fundamentos econômicos—poderiam potencialmente beneficiar-se. Esse instrumento, no entanto, é subutilizado e apenas três países emergentes (Colômbia, México e Polônia) o adotaram, a despeito do fato que muitos outros poderiam se qualificar.¹ A explicação mais difundida é que os países avaliam qualquer solicitação de apoio ao FMI como se constituindo num passivo econômico e político, pois esses pedidos podem ser interpretados como sinais de vulnerabilidade e dessa maneira se tornarem um estigma.

Por outro lado, é de interesse do FMI aumentar a provisão do seguro de liquidez para seus membros, pois um maior número de países com acesso a empréstimos precaucionários contribuiria para uma maior estabilidade do sistema financeiro global; particularmente se um aumento, mesmo limitado, em países com acesso ao LCF gerasse repercussões positivas (*positive spill-overs*) para países sem acesso para essa linha. Dessa perspectiva, o Comitê recomenda que se avaliem as seguintes alternativas: 1) melhorar a transparência e previsibilidade do processo de qualificação para obter acesso à LCF; 2) pré-aprovar todos os membros inicialmente e avaliar periodicamente se a qualificação possa ser mantida; e 3) disseminar em forma ampla a análise sobre os impactos positivos associados com o acesso à LCF. Os estudos mostram haver ausência de repercussões negativas de Mercado para os países que acessaram essa linha de crédito. Uma análise mais ampla sobre os efeitos positivos

¹ Birdsall, Rojas-Suarez e Diofasi (2017)

potenciais associados com o acesso á LCF poderia ajudar a reduzir as incertezas e riscos percebidos associados com a aplicação para o uso desse instrumento.

A ausência de um prestador global de última instância continua sendo uma enorme deficiência da arquitetura financeira internacional. Outra forma eficaz para lidar com crises de liquidez e o potencial de contágio é reconsiderar a proposta de um Emerging Market Fund (EMF), que tem sido promovida por esse Comitê já há muitos anos, mas que pode se beneficiar agora da experiência concreta do European Stability Mechanism (ESM), que incorpora os princípios básicos que inspiram o EMF. Com efeito, o ESM tem a autoridade de comprar sem aprovação ou consulta prévia quantidades significativas de bonds soberanos prequalificados.

O EMF teria o poder de intervir no mercado de bonds dos países emergentes para evitar as flutuações excessivas nos seus preços que não fossem justificadas por fatores fundamentais—potencialmente evitando o estigma que agora caracteriza a LCF do FMI e mitigando os problemas de risco moral. A razão é que a liquidez que o EMF poria à disposição do mercado não seria dirigida para um país em particular mas sim para um índice de bonds soberanos. Obviamente, este é um tema sensível cujos detalhes teriam de ser cuidadosamente desenhados, incluindo, por exemplo, os critérios de pré-qualificação dos bonds que comporiam o índice e seu peso relativo, assim como os mecanismos e gatilhos de intervenção. É de particular importância ressaltar que o objetivo do EMF não seria o de contrabalançar os fatores fundamentais que causam variações nos preços dos bonds, mas o de prevenir a custosa materialização dos efeitos de contágio e das profecias auto-cumpridas. Dado que o EMF não poderia emitir moedas de reserva, teria de ser inicialmente capitalizado por uma suficiente quantidade de moedas de reserva (estimada em 500 bilhões de dólares) para dotá-lo com uma verdadeira capacidade de dissuasão. Daí porque a participação dos países avançados – e em particular do Estados Unidos, dado o papel de liderança do dólar como uma moeda global de reserva- seria indispensável.

Financiamento de Projetos de Infraestrutura

Não restam dúvidas haver uma necessidade urgente de fechar o hiato da infraestrutura física (*physical infrastructure gap*), em qualidade e quantidade, para dar sustentação à um aumento da produtividade regional, um fortalecimento da competitividade internacional e contribuir para o crescimento da economia. Frente a essa necessidade, existe no momento uma única janela de oportunidade, que não ficará aberta por muito mais tempo, devido à normalização das políticas monetárias nos Estados Unidos e na União Europeia. Ou seja, existe atualmente um cenário de baixo custo de capital.

Os projetos de infraestrutura são de longo prazo e sujeito à riscos difíceis de avaliação. Desse modo, a despeito da necessidade de investimentos de infraestrutura e da existência de uma abundância global de fundos disponíveis em busca de taxas de retorno mais elevadas, é difícil conectar essas duas pontas do mercado de infraestrutura. No lado da oferta de fundos, existem investidores institucionais que desejam ativos com maior liquidez e que preferem apenas administrar os riscos de

mercado, e não os riscos do devedor. No lado da demanda, existem projetos de investimento que requerem um financiamento estável de longo prazo, consubstanciados tipicamente por ativos ilíquidos e respaldados por um tipo de collateral que não costuma ser facilmente negociado internacionalmente.

O Comitê acredita que os bancos multilaterais de desenvolvimento possam facilitar mais ativamente a união dessas duas pontas do mercado, desempenhando funções de coordenação, assim como estruturando e desenvolvendo mecanismos para compartilhar o risco. Esse último requer que os bancos multilaterais administrem e absorvam os riscos da contraparte nos seus balanços. Isso pode ser feito com demonstrativos financeiros tais como os da International Finance Corporation (IFC), mas não é facilmente feito com o World Bank (WB), ou com os balanços do Inter-American Development (IDB ou BID). Atualmente, o principal papel das garantias do Banco Mundial (WB) é compartilhar o seu de facto estado de credor preferencial, mas a garantia do Banco Mundial não acrescenta um novo balanço de absorção de risco para a estrutura de financiamento, pois sempre se apoia numa contra-garantia governamental.

Outro veículo para atrair capital privado para o investimento em infraestrutura se dá por meio das parcerias público-privadas (PPPs). Na visão do Comitê, as PPPs podem desempenhar um papel central sempre e quando seja possível transferir parte do risco e do custo para o setor privado, por um lado, e capturar ganhos de eficiência que vêm com a experiência, capacidade de gestão e disciplina de mercado associada com a participação privada que assegure a viabilidade econômica e financeira, por outro lado. Isso requer um marco legal e regulatório adequado.

Um capítulo aparte mas igualmente relevante é o dos projetos regionais de infraestrutura. Certos tipos de redes de infraestrutura (particularmente de transporte multimodal e de distribuição de energia) e de processos logísticos associados poderiam gerar maiores ganhos econômicos e sociais caso fossem concebidos e implementados como projetos binacionais ou multinacionais. Isso requer que se resolvam problemas de ação coletiva, que costumam ser menos difíceis de resolver quando todas as partes envolvidas ganham com o projeto; e mais difíceis de resolver quando o resultado líquido para o grupo, embora positivo, implique que os benefícios não sejam distribuídos de maneira uniforme e se necessitem transferências compensatórias. Uma vez mais, o Comitê considera que as agências multilaterais possam assistir no desenho e implementação desse tipo de bens públicos regionais. Nesse sentido, o Comitê recomenda reformas internas que modifiquem o modelo de negócios já que, nesse momento, as multilaterais estão claramente desenhadas para servir a cada cliente soberano separadamente. A viabilidade dos projetos de infraestrutura regional requer a vontade política dos países da região para sacrificar os interesses individuais em nome dos interesses coletivos, e remover esses projetos da dinâmica da política de clientela local e assim dotá-los com uma melhor estrutura de governança (e.g., Itaipu).

Caso se lograsse mobilizar uma onda de financiamento externo privado de longo prazo para investimentos de infraestrutura, seria necessário assegurar que isso é

compatível com uma trajetória viável de contas correntes. O uso intensivo de poupanças externas na forma de dívida, mesmo se for destinado para uma boa causa (investimento em infraestrutura), traz riscos particulares associados com sua volatilidade e não é um substituto perfeito para a poupança doméstica. O Comitê considera que a janela de oportunidade mencionada, mesmo se possa ser explorada, não exime a região da difícil tarefa de gerar incentivos para aumentar a poupança doméstica.

Esta Declaração foi redigida conjuntamente por:

Guillermo Calvo, Professor, University of Columbia; ex-Economista Chefe, Inter-American Development Bank

Augusto De La Torre, ex-Economista Chefe para a América Latina, World Bank

Roque Fernandez, Professor de Economia, UCEMA University; ex-Ministro de Finanzas, Argentina

Pablo Guidotti, Professor da Escola de Governo, Universidade Torcuato di Tella; ex-Vice Ministro de Economia, Argentina

Carmen Reinhart, Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System, Harvard Kennedy School, USA.

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; Senior Fellow and Director of the Latin American Initiative, Center for Global Development; ex-Economista Chefe para a América Latina, Deutsche Bank

Ernesto Talvi, Diretor, Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative, Brookings; Diretor Acadêmico CERES; ex-Economista Chefe, Banco Central do Uruguai

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece o apoio financeiro do Center for Global Development (CGD), do Banco de la Ciudad de Buenos Aires, do Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) e do Banco Central do Chile por financiar suas atividades. O Comitê é completamente independente e autônomo na emissão de suas declarações.